



2009 年 4 月 22 日

港口

业绩回顾

郑栋, CFA

分析员

zhengd@cicc.com.cn

任重

联系人

renzhong@cicc.com.cn

审慎推荐

天津港(600717.CH)

走出业绩倒退的泥沼

主要财务信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	9,155	11,266	9,816	10,105
(+/-%)	27.4	23.1	(12.9)	2.9
净利润	1,047	942	1,007	1,085
(+/-%)	20.1	(10.1)	6.9	7.7
经常性损益净利润	482	781	1,030	1,111
(+/-%)	7.2	61.8	31.9	7.9
每股盈利(元)	0.63	0.56	0.60	0.65
每股经营现金流(元)	0.52	0.90	1.06	1.31
市盈率(X)	20.6	22.9	21.4	19.9
市净率(X)	3.2	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	10.8	12.9	10.7	10.5
现金分红收益率(%)	0.7	0.0	1.4	1.5
净资产收益率(%)	15.7	10.5	10.4	10.4

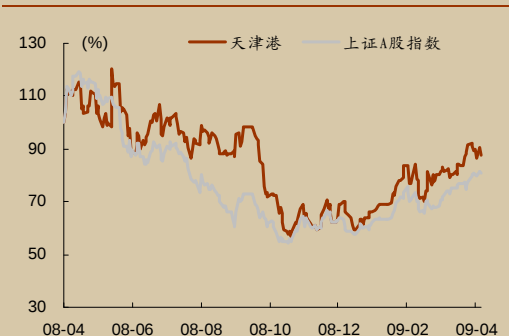
股票信息

	A股
当前股价	人民币12.87
股票代码	600717.CH
日成交量(百万股)	15.72
52周最高价/最低价	人民币21.26/8.09
总市值(百万元)	21,554
发行股数(百万股)	1674.8
其中:无限售条件流通股(百万股)	633.1
主要股东(持股比例)	天津港(集团)有限公司 (56.81%)

最近股价走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600717.CH]	-3.38	+7.52	+28.83	+48.27
[上证A股指数]	+0.34	+11.17	+27.71	+39.23
[中金交通基础设施指数]	+1.57	+16.52	+37.38	+50.10

52周股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

08 年盈利符合预期, 09 年 1 季度盈利低于预期:

天津港公布 08 年及 09 年一季度业绩: 08 年收入同比增长 23.1%至 112.66 亿元人民币, 净利润同比下降 10.1%至 9.42 亿元人民币, 对应每股收益 0.562 元, 符合我们和市场预期; 09 年一季度收入同比下降 18.4%至 18.66 亿元人民币, 净利润同比大幅下降 59.2%、环比上升 96.4%至 1.15 亿元人民币, 低于我们预期, 主要原因是煤炭及集装箱吞吐量下降造成影响超出预期。公司宣布期内不分配现金股利, 将资金留存公司用于扩大生产经营规模及未来业务拓展。

正面:

- 集装箱和散杂货吞吐量表现稳定, 符合预期
- 装卸业务、拖轮业务和代理业务利润率基本保持稳定

负面:

- 2008 年公司决定不分配现金股利
- 08 年 4 季度和 09 年 1 季度公司收入出现显著下滑趋势
- 利润率下滑较为明显

发展趋势:

- 1 季度净利润环比上升 96.4%, 全年仍有望实现 6.9%的业绩增长。
- 外延式扩张全面释放能力要到 2011 年以后, 09 年仍将以现有资产的内生增长为主。
- H 股成为 A 股的控股股东已经扫清了天津港 A、H 整合的最大障碍。天津港 A 股整体上市预期更为现实。

下调盈利预测:

根据 1 季报情况, 我们下调 09、10 年收入预测和各项业务利润率预测, 并根据高企的财务费用上调全年利息支出预测。综合而言, 我们下调公司 09、10 年每股盈利预测 13.9%和 13.0%至 0.60 元和 0.65 元。

估值和建议:

目前公司估值相当于 2009 年 21.4 倍市盈率, 高于 A 股交通基础设施上市公司估值中枢 19.9 倍市盈率, 短期内存在一定的估值压力, 提示短期股价下跌风险。长期来看, 腹地经济的发展所带来的外延式资产扩张空间、资产注入以及费率上升潜力均使得公司的成长看高一线, 维持“审慎推荐”投资评级, 建议投资者在一季度业绩风险充分释放后适当介入。

图表 1: 08 年全年业绩和主要运营数据分析

(人民币百万元)	季度数据							年度数据			中金评论
	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	YoY %	QoQ %	2008	2007	YoY %	
营业总收入	2,530	3,224	3,223	2,287	1,866	-26.2	-18.4	11,266	9,155	23.1	销售业务收入占比达到57.3%,同比上涨39.8%推动主营业务收入上升 销售业务成本占比达到73.2%,同比大添0.1%推动主营业务成本上升
营业成本	-1,848	-2,440	-2,440	-1,899	-1,412	-23.6	-25.6	-8,627	-6,661	29.5	
营业税金及附加	-46	-49	-49	-45	-37	-20.0	-18.9	-190	-171	10.9	
毛利润	637	735	733	343	417	-34.5	21.5	2,449	2,323	5.4	
毛利率	25.2%	22.8%	22.8%	15.0%	22.3%	-2.9ppt	7.3ppt	21.7%	25.4%	-3.7ppt	
管理费用	-206	-277	-276	-236	-208	0.8	-12.0	-997	-732	36.2	上年同期冲减职工福利费及本期人工成本增加 借款增加，贷款利率提高，财务费用同比大幅增加
财务费用	-27	-55	-55	-53	-57	111.2	7.2	-191	-91	109.0	
资产减值损失	1	-3	-3	-2	-1			-7	2		
投资收益	29	26	26	33	17	-40.6	-47.9	115	93	22.8	
营业利润	434	426	425	85	168	-61.2	99.1	1,370	1,596	-14.2	装卸业务贡献了盈利的72.5%，利润率保持平稳；而销售业务毛利率仅为2.7%，理货业务毛利率下降10.6%，拉低总营业利润率
营业利润率	17.1%	13.2%	13.2%	3.7%	9.0%	-8.1ppt	5.3ppt	12.2%	17.4%	-5.2ppt	
营业外收入	-5	26	26	-6	0			41	104	-60.3	
营业外支出	-13	-4	-4	3	0			-19	-18		
利润总额	416	447	447	81	168	-59.5	106.7	1,392	1,682	-17.2	08年四季度利润率显著下降
税前利润率	16.4%	13.9%	13.9%	3.6%	9.0%	-7.4ppt	5.4ppt	12.4%	18.4%	-6.0ppt	
所得税	-80	-82	-82	-3	-29	-63.3	894.5	-247	-434	-43.1	有效税率下降
少数股东权益	-54	-65	-65	-20	-24	-55.8	19.5	-203	-201	1.3	
净利润	282	300	300	59	115	-59.2	96.4	942	1,047	-10.1	08年盈利符合预期，09年一季度业绩低于预期
净利润率	11.2%	9.3%	9.3%	2.6%	6.2%	-5.0ppt	3.6ppt	8.4%	11.4%	-3.0ppt	
每股收益（元）*	0.169	0.179	0.179	0.035	0.069	-59.2	96.4	0.562	0.625	-10.1	
期间费用率	9.2%	10.3%	10.3%	12.7%	14.2%	5.0ppt	1.5ppt	10.5%	9.0%	-1.5ppt	
息税前利润率	20.5%	27.3%	15.6%	5.9%	15.8%	-4.7ppt	9.9ppt	14.4%	19.4%	-5.0ppt	

*注：由于收购资产并表，2007年数据已经过重述。

资料来源：公司数据、中金公司研究部

08 年盈利符合预期，09 年 1 季度盈利低于预期

天津港公布 08 年及 09 年一季度业绩：08 年收入同比增长 23.1%至 112.66 亿元人民币，净利润同比下降 10.1%至 9.42 亿元人民币，对应每股收益 0.562 元，符合我们和市场预期；09 年一季度收入同比下降 18.4%至 18.66 亿元人民币，净利润同比大幅下降 59.2%、环比上升 96.4%至 1.15 亿元人民币，低于我们预期。公司宣布期内不分派现金股利，将资金留存公司用于扩大生产经营规模及未来业务拓展。

08 年经营情况基本符合预期

1) 吞吐量大幅提高。受到北港池 3 期投入运营以及公司发行股份收购资产并表影响，天津港货物吞吐量较上年同期大幅增长 70.48%，其中集装箱吞吐量同比上升 25.85%至 410.9 万 TEU，散杂货吞吐量同比增长 84.65%至 20614 万吨，符合我们预期。

2) 装卸业务和代理业务相对稳定，销售业务、拖轮业务和理货业务利润率出现下滑。08 年装卸业务利润同比增长 7.3%，贡献了公司 72.5%的主营业务利润，装卸利润率也保持在 49.6%的水平，与去年同期基本持平。除代理业务利润率保持稳定之外，代理业务、拖轮业务和销售业务毛利率分别同比下滑了 10.6ppt, 2.4ppt 和 0.2ppt。

3) 费用上升拖累 EBIT 同比下滑 8.3%。尽管主营业务利润同比有 7.9%的增长，但公司管理费用和财务费用分别较去年同期大幅上升 36.2%和 109.0%，拖累天津港 2008 年 EBIT 同比下降 8.3%。

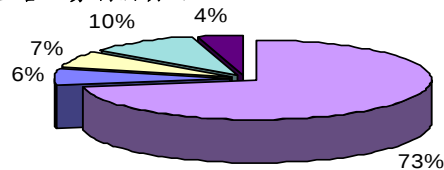
图表 2：2008 天津港股份分业务板块利润及利润率

(人民币百万元)	2008	2007	YoY %
装卸业务利润	1,858	1,732	7.3%
销售业务利润	165	129	28.0%
拖轮业务利润	173	170	1.7%
代理业务利润	259	218	18.9%
理货业务利润	107	126	-14.9%
	2008	2007	YoY
装卸业务利润率	49.6%	49.4%	0.2ppt
销售业务利润率	2.7%	2.9%	-0.2ppt
拖轮业务利润率	50.8%	53.2%	-2.4ppt
代理业务利润率	74.2%	74.1%	0.1ppt
理货业务利润率	70.3%	80.9%	-10.6ppt

资料来源：公司数据，中金公司研究部

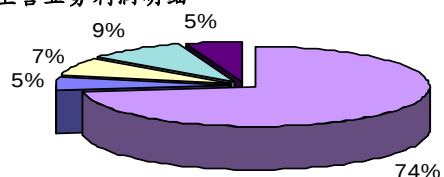
图表 3：天津港股份主营业务利润明细

2008 主营业务利润明细



■ 装卸业务利润 ■ 销售业务利润 ■ 拖轮业务利润
■ 代理业务利润 ■ 理货业务利润

2007 主营业务利润明细



■ 装卸业务利润 ■ 销售业务利润 ■ 拖轮业务利润
■ 代理业务利润 ■ 理货业务利润

资料来源：公司数据，中金公司研究部。

08 年 4 季度盈利环比大幅下滑 80.4%

公司 08 年 4 季度盈利仅相当于全年的 6.23%，我们认为，这主要是由于毛利率从 3 季度的 22.8%大幅下滑 7.8 个百分点至 15.0%引起的。4 季度，全球经济危机全面扩散使得装卸业务吞吐量、利润和利润率出现大幅下降，而销售业务在较高的库存成本和快速下滑的油价影响下几乎未能录得盈利，是当期盈利显著下降的主要原因。

煤炭及集装箱吞吐量下降造成影响超出预期是 09 年 1 季度业绩低于预期的主要原因。

1 季度公司营业收入同比下降 26.2%，下降幅度高于我们预期，仅相当于我们全年预测的 19.0%，净利润更是仅相当于我们全年预期的 11.5%。我们认为，除了销售业务大幅回落，财务费用大幅上升以外，煤炭和集装箱吞吐量显著回落导致装卸业务收入和利润率下滑幅度超出我们预期是一季度业绩较差的主要原因。

09 年前两个月，天津港港区煤炭吞吐量同比大幅下降 42.1%（或 731 万吨）。尽管金属矿石和油品业务录得了 33.7%（或 392 万吨）以及 4.5%（或 31 万吨）的增长，仍难以弥补煤炭吞吐量下降带来的缺口，导致散杂货业务收入和利润率均出现了较为明显的下降。

图表 4: 天津港区散杂货业务数据

万吨	煤炭及制品			石油天然气及制品			金属矿石		
	月吞吐量	吞吐量 YTD	YoY %	月吞吐量	吞吐量 YTD	YoY %	月吞吐量	吞吐量 YTD	YoY %
Jan-08	908	908	27.3%	367	367	138.3%	661	661	33.3%
Feb-08	828	1,736	29.5%	327	694	49.4%	502	1,163	22.6%
Mar-08	851	2,587	25.3%	366	1,060	31.9%	578	1,741	17.3%
Apr-08	878	3,466	21.6%	337	1,397	27.1%	681	2,422	30.1%
May-08	928	4,394	21.8%	352	1,749	24.7%	635	3,057	29.1%
Jun-08	900	5,294	19.9%	342	2,091	19.9%	571	3,629	30.2%
Jul-08	788	6,082	15.5%	393	2,484	20.3%	582	4,210	30.0%
Aug-08	756	6,838	9.0%	337	2,821	19.4%	505	4,715	28.8%
Sep-08	549	7,387	4.1%	502	3,324	23.1%	500	5,325	30.3%
Oct-08	763	8,149	3.5%	354	3,678	21.2%	555	5,880	30.6%
Nov-08	782	8,931	3.6%	391	4,069	25.2%	429	6,309	26.3%
Dec-08	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Jan-09	576	576	-36.5%	386	386	5.2%	789	789	19.3%
Feb-09	428	1,005	-42.1%	340	725	4.5%	767	1,555	33.7%

资料来源：发改委交通运输协会、中金公司研究部

同样，09 年前两个月，由于出口持续下滑以及北港池一期投入使用对港区现有泊位有所分流，天津港股份所属的集装箱泊位吞吐量也出现了较为明显的下滑，公司集装箱业务收入和利润率均受到了不利影响。

图表 5: 天津港股份所属集装箱泊位经营数据

TEU '000	Oct-08	Nov-08	Dec-08	Jan-09	Feb-09
天津东方海陆集装箱码头	105	105	105	90	75
天津五洲国际集装箱码头	170	168	165	139	120
北港池3期	76	79	73	80	55
天津港第一港埠	8	5	6	5	4
同比增长率	Oct-08	Nov-08	Dec-08	Jan-09	Feb-09
天津东方海陆集装箱码头	-12%	-11%	0%	-10%	-23%
天津五洲国际集装箱码头	9%	-3%	-2%	-19%	0%
北港池3期	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-40%
天津港第一港埠	52%	-19%	10%	-48%	-38%

资料来源：中国港口网、中金公司研究部

2009 年盈利将有 6.9% 的增长

主要业务板块有望走出一季度的低迷。根据我们的预计，天津港 2009 年净利润结构中，煤炭、铁矿石、集装箱、石油及其制品利润占比分别为 15.5%、15.4%、10.7%及 11.2%，剩下的部分包括油品销售业务、物流、港口服务等。尽管一季度业绩表现差于预期，但铁矿石环比上升幅度明显，油品业务表现稳定，业绩更是在煤炭业务大幅倒退的情况下环比大涨 96.4%，显示出较为明显的反弹迹象。全年而言，公司有望于走出业绩倒退的泥沼，实现 6.9% 的利润增长。我们预计：

- 煤炭业务在煤电谈判结束后将迎来反弹，我们预计全年吞吐量下降幅度将收窄到 2%；
- 受益于国家 4 万亿投资以及产业振兴计划，铁矿石吞吐量有望录得 2% 的同比增长；

- 天津港腹地经济防御性较强，区内各主要港口较高的内贸集装箱比例也使集装箱业务受外需下滑影响较小。在北港池三期全面投入运营的带动下，公司 09 年集装箱吞吐量仍有望取得 8.5% 的同比增长；
- 石油及其制品业务有望继续保持稳定，我们预计全年仍将有 3% 的吞吐量增长。

图表 6: 天津港净利润结构预测

净利润结构	2008A	2009E	2010E
铁矿石业务	15.2%	15.4%	15.8%
煤炭业务	13.5%	15.5%	15.5%
焦炭业务	6.7%	5.9%	5.9%
油品业务	12.0%	11.2%	10.7%
钢材业务	5.8%	5.3%	5.2%
其它干散货业务	0.2%	7.0%	2.5%
集装箱业务	15.2%	10.7%	16.3%
销售业务	5.8%	3.2%	3.1%
拖轮业务	6.1%	6.2%	6.3%
代理业务	9.1%	9.3%	9.1%
理货业务	3.8%	3.8%	3.9%
其他业务	6.7%	6.4%	5.9%

资料来源：中金公司研究部

外延式扩张全面释放能力要到 2011 年以后，09 年仍将以现有资产的内生增长为主：

远航国际矿石码头：公司将出资人民币 5.25 亿元与香港远航集团有限公司共同设立天津港远航国际矿石码头有限公司，投资方将分别占 51% 和 49% 的股权。工程建设期为 2 年，我们预计泊位将于 2011 年开始投入运用。根据我们测算，远航国际矿石码头在最优情况下相对 2009 年盈利可以带来 6.1% 的盈利上升空间。

图表 7: 天津港远航国际矿石码头盈利能力分析

天津港远航国际矿石码头盈利能力分析	最优情况
吞吐量（千吨）	23,000
每吨收费（元）	15.3
收入（百万元）	352
主营业务成本	-164
毛利（百万元）	187
毛利率	53%
期间费用（百万元）	-28
期间费用率	8%
财务费用（百万元）	0
税前利润（百万元）	159
有效税率（%）	25%
净利润（百万元）	119
利润率	34%
归属于天津港净利润（百万元）	61

资料来源：中金公司研究部

盛华国际集装箱码头：公司将出资人民币 8.82 亿元与华亚国际航运有限公司和 Terminal Link Tianjin Limited 共同设立天津港盛华国际集装箱码头有限公司，投资方将分别占 60%，20%和 20%的股权。工程建设期为 2 年，我们预计泊位将于 2011 年开始投入运用。根据我们测算，盛华国际集装箱码头在最优情况下相对 2009 年盈利可以带了 17.1%的盈利上升空间。

图表 8：盛华国际集装箱码头盈利能力分析

盛华国际集装箱码头	最优情况
吞吐量（千TEU）	2,000
单箱收费（元）	350
收入（百万元）	700
主营业务成本	-269
折旧	-143
其他变动成本	-126
占收入比例 %	18%
毛利（百万元）	431
毛利率	62%
期间费用（百万元）	-49
期间费用率	7%
财务费用（百万元）	0
税前利润（百万元）	382
净利润（百万元）	287
天津港股份权益	60%
天津港股份净利润（百万元）	172

资料来源：中金公司研究部

A 股整体上市预期更为现实：从题材投资的角度考虑，天津港同时具备并购及区域经济发展的投资概念。天津港 A、H 股整合已经迈出最为重要的一步，随着一系列股权的置换，最终 H 股成为 A 股的控股股东，扫清了天津港 A、H 整合的最大障碍。目前 A 股整体上市只剩下红筹如何回归 A 股的法律障碍。从中国证券市场的发展趋势分析，红筹的回归只是时间的问题。我们认为，A/H 整合的进一步推进将对公司股价形成一定的支撑。

盈利预测调整

根据 1 季报情况，我们下调 09、10 年收入预测和各项业务利润率预测，并根据高企的财务费用上调全年利息支出预测。综合而言，我们下调公司 09、10 年每股盈利预测 13.9%和 13.0%至 0.60 元和 0.65 元。

维持“审慎推荐”投资评级不变

目前公司估值相当于 2009 年 21.4 倍市盈率，高于 A 股交通基础设施上市公司估值中枢 19.9 倍市盈率，短期内存在一定的估值压力，提示短期股价下跌风险。长期来看，腹地经济的发展所带来的外延式资产扩张空间、资产注入以及费率上升潜力均使得公司的成长看高一线，维持“审慎推荐”投资评级。建议投资者在公司股价充分反应一季报业绩风险后适当介入。

图表 9：历史及预测财务数据

损益表 (人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	6,705	8,673	10,735	9,286	9,574
减：主营业务成本	4,435	6,298	8,174	6,780	6,947
主营业务利润	2,270	2,375	2,562	2,505	2,627
加：其他业务利润	29	120	77	77	77
减：营业费用	-	-	-	-	-
营业税金及附加	152	171	190	155	160
管理费用	897	732	997	834	859
财务费用	43	91	191	218	207
营业利润	1,206	1,503	1,255	1,376	1,478
加：投资收益	67	93	115	123	133
加：营业外收支净额	91	86	23	27	26
税前利润	1,365	1,682	1,392	1,526	1,637
减：所得税	352	434	247	320	344
少数股东损益	141	201	203	199	209
净利润	872	1,047	942	1,007	1,085
资产负债表 (人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
货币资金	1,757	2,023	1,849	1,647	494
流动资产	3,465	5,603	3,397	3,836	2,756
固定资产净值	6,416	6,167	9,683	10,871	11,640
在建工程	218	2,922	1,659	543	1,476
无形资产	426	416	3,193	3,086	2,986
非流动资产	8,612	11,324	16,453	16,475	18,210
总资产	12,077	16,927	19,850	20,311	20,966
短期借款	889	2,634	1,464	1,464	800
其他应付款	1,033	256	251	247	240
流动负债合计	3,801	5,635	4,286	4,187	3,418
非流动负债合计	535	1,858	3,625	3,281	3,737
负债合计	4,336	7,493	7,911	7,469	7,156
少数股东权益	921	2,754	2,956	3,155	3,363
股东权益	6,821	6,680	8,983	9,687	10,447
现金流量表 (人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
经营活动现金流	2,199	878	1,501	1,767	2,195
投资活动现金流	-1,944	-4,485	-2,213	-905	-2,631
筹资活动现金流	443	3,877	537	-1,065	-717
现金及现金等价物净增加额	698	266	-173	-202	-1,153
主要经营和财务指标	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
资产收益率	7.2%	6.2%	4.7%	5.0%	5.2%
净资产收益率	12.8%	15.7%	10.5%	10.4%	10.4%
投入资本收益率	15.3%	12.6%	9.3%	10.1%	10.2%
资产负债率	35.9%	44.3%	39.9%	36.8%	34.1%
净债务/净资产	-3.9%	39.4%	41.0%	31.6%	38.3%
利息保障倍数 - 净利润 (x)	23.1	9.2	4.0	4.2	4.7
利息保障倍数 - EBITDA (x)	47.7	19.5	9.4	10.7	12.1
利息保障倍数 - 现金 (x)	46.5	17.7	7.9	6.8	2.2
每股盈利 (元)	0.52	0.63	0.56	0.60	0.65
每股分红 (元)	0.09	0.09	0.00	0.18	0.19
每股净资产 (元)	4.07	3.99	5.36	5.78	6.24
每股经营现金流 (元)	1.31	0.52	0.90	1.06	1.31

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 10: 盈利预测主要假设

	重要假设			同比增长率		
	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
吞吐量假设						
集装箱吞吐量 (千TEU)	4,109	4,457	4,990	26%	8%	12%
- 东方海陆	1,255	1,130	1,073	-2%	-10%	-5%
- 五洲国际	1,950	1,755	1,667	-2%	-10%	-5%
- 北港池三期	840	1,512	2,192	n.a.	80%	45%
散杂货吞吐量 (千吨)	176,140	174,986	178,861	3%	-1%	2%
- 煤炭	46,988	46,048	46,048	-10%	-2%	0%
- 铁矿石	54,490	55,580	56,691	0%	2%	2%
- 焦炭	13,179	11,861	12,454	5%	-10%	5%
- 其他干散货	30,425	31,338	32,905	30%	3%	5%
费率假设						
集装箱费率 (人民币元/TEU)	293	287	287	10%	-2%	0%
散杂货 (人民币元/吨)	16.8	16.8	16.8	-7%	0%	0%
营业收入的比例						
主营业务利润率	22.7%	25.5%	26.0%			
管理费用	8.8%	8.5%	8.5%			
所得税税率	17.8%	21.0%	21.0%			

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 11: 盈利预测调整

		2009E	2010E
营业收入	调整前	11,868	12,295
(百万元)	调整后	9,816	10,105
	(+/- %)	-17.3%	-17.8%
管理费用	调整前	1,009	1,045
(百万元)	调整后	834	859
	(+/- %)	-17.3%	-17.8%
财务费用	调整前	188	180
(百万元)	调整后	218	207
	(+/- %)	15.8%	14.8%
净利润	调整前	1,169	1,246
(百万元)	调整后	1,007	1,085
	(+/- %)	-13.9%	-13.0%
每股盈利	调整前	0.70	0.74
(元)	调整后	0.60	0.65
	(+/- %)	-13.9%	-13.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 12: 港口上市公司估值比较

代码	货币	股价	市值 (百万美元)	市盈率(X)				市净率(X)				净资产回报率 (%)				现金分红收益率 (%)				EV/EBITDA (X)				CAGR	PEG	
				2009-4-21	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E			10E
国际港口公司																										
Forth Ports PLC	FPT.LN	GBp	9.53	861	17.2	19.2	18.7	17.7	1.5	1.7	1.7	1.7	8.9	7.5	7.6	8.1	5.0	5.2	5.5	5.7	9.1	10.3	10.5	10.1	-4%	n.m.
Port of TAURANGA	POT.NZ	NZD	5.60	585	17.8	16.3	14.8	13.4	1.2	1.2	1.1	1.1	6.6	7.1	7.7	8.3	4.5	4.9	5.4	6.0	14.2	10.8	10.1	9.4	10%	1.8
Lytellton Port	LPC.NZ	NZD	2.41	192	23.9	23.2	19.1	17.2	1.8	1.8	1.8	1.7	7.3	8.3	9.4	10.0	2.1	2.4	2.8	3.1	10.8	9.5	8.7	8.4	12%	2.0
ICT SI	ICT.PM	PMP	12.75	1,016	8.4	8.2	7.2	6.1	1.3	1.2	1.0	1.0	19.7	16.3	17.0	17.6	2.4	2.5	2.8	3.1	5.7	5.6	4.7	4.1	8%	1.0
平均值					17.5	17.8	16.8	15.6	1.4	1.4	1.4	1.4	7.7	7.3	7.6	8.2	4.7	5.1	5.4	5.9	9.9	9.1	8.5	8.0	2%	7.8
中值					17.5	17.8	16.8	15.6	1.4	1.4	1.4	1.4	7.7	7.3	7.6	8.2	4.7	5.1	5.4	5.9	9.9	9.9	9.4	8.9	2%	7.8
香港上市港口公司																										
中远太平洋*	1199.HK	HKD	7.88	2,283	5.3	8.3	11.3	12.3	0.8	0.9	0.8	0.8	17.5	10.4	7.7	6.8	9.3	4.8	3.5	3.3	4.6	7.2	8.7	9.0	-31%	n.m.
招商局国际*	144.HK	HKD	19.20	6,004	13.2	12.6	15.3	17.2	1.7	1.5	1.5	1.5	13.2	12.2	9.6	8.5	3.3	3.5	2.9	2.6	11.7	10.4	12.5	11.8	-7%	n.m.
大连港*	2880.HK	HKD	2.67	1,008	12.0	8.6	11.6	11.7	1.4	1.2	1.1	1.1	10.6	12.3	8.8	8.5	3.2	3.9	2.5	2.5	9.9	6.7	8.4	7.7	2%	7.6
厦门港	3378.HK	HKD	1.14	401	7.8	7.1	10.6	10.6	0.8	0.7	0.7	0.7	10.4	10.1	6.6	6.6	5.3	5.6	3.7	3.8	4.9	4.5	5.0	4.6	-14%	n.m.
天津港发展*	3382.HK	HKD	2.10	484	15.7	15.5	19.6	15.9	1.1	1.1	1.0	1.0	7.1	6.9	5.3	6.2	2.6	2.6	2.0	2.5	9.7	8.8	9.4	8.1	-11%	n.m.
深赤湾B*	200022.CH	HKD	8.55	1,087	7.8	7.4	12.0	12.3	2.0	1.7	1.7	1.6	25.7	23.3	14.3	13.4	8.4	6.8	4.2	4.1	4.5	4.5	6.2	6.0	-19%	n.m.
平均值					10.8	10.4	13.7	13.5	1.2	1.1	1.0	1.0	11.8	10.4	7.6	7.3	4.7	4.1	2.9	2.9	8.2	7.5	8.8	8.2	-11%	n.m.
中值					12.0	8.6	11.6	12.3	1.1	1.1	1.0	1.0	10.6	10.4	7.7	6.8	3.3	3.9	2.9	2.6	9.7	7.2	8.7	8.1	2%	7.6
国内集装箱港口公司																										
上港	600018.CH	CNY	5.64	17,324	32.6	25.5	27.9	27.0	4.2	3.8	3.6	3.3	13.8	13.9	14.6	15.2	1.3	2.0	1.4	1.3	17.6	14.2	13.1	11.4	8%	4.0
盐田港*	000088.CH	CNY	7.22	1,315	13.9	15.7	20.4	20.5	2.5	2.3	2.1	2.0	19.0	15.3	10.7	9.8	3.3	3.3	2.4	2.4	9.5	17.1	12.9	12.6	-17%	n.m.
深赤湾A*	000022.CH	CNY	13.06	1,087	12.7	13.1	20.8	20.7	3.3	3.1	3.0	2.8	25.7	23.3	14.2	13.4	5.2	3.8	2.4	2.4	7.3	7.8	10.4	10.0	-22%	n.m.
平均值					19.7	18.1	23.1	22.7	3.3	3.1	2.9	2.7	19.5	17.5	13.2	12.8	3.3	3.0	2.1	2.0	11.5	13.1	12.1	11.3	-8%	n.m.
中值					13.9	15.7	20.8	20.7	3.3	3.1	3.0	2.8	19.0	15.3	14.2	13.4	3.3	3.3	2.4	2.4	9.5	14.2	12.9	11.4	-18%	n.m.
国内散杂货港口公司																										
天津港*注	600717.CH	CNY	12.87	3,154	20.6	22.9	21.4	19.9	3.2	2.4	2.2	2.1	15.7	10.5	10.4	10.4	0.0	1.4	1.5	1.5	10.8	12.9	10.7	10.5	-2%	n.m.
日照港	600017.CH	CNY	6.63	1,222	47.4	26.2	18.9	16.1	3.3	2.7	2.5	2.2	7.5	10.9	12.8	13.3	0.8	0.6	1.0	1.2	25.5	15.3	11.3	9.6	58%	0.8
营口港	600317.CH	CNY	9.05	727	15.9	15.9	15.7	15.1	1.6	1.4	3.6	n.a.	11.9	11.1	8.6	8.8	3.3	n.a.	n.a.	n.a.	19.0	10.5	9.5	8.8	1%	25.9
厦门港务	000905.CH	CNY	9.85	765	34.8	33.4	31.8	32.8	3.7	n.a.	n.a.	n.a.	10.9	n.a.	n.a.	n.a.	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	18.5	13.0	11.3	10.5	5%	7.5
重庆港	600279.CH	CNY	8.89	297	36.4	29.6	22.8	n.a.	2.5	n.a.	n.a.	n.a.	7.1	n.a.	n.a.	n.a.	1.1	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	0.0	0.0	0.0	26%	1.4
南京港	002040.CH	CNY	6.63	239	78.9	n.a.	n.a.	n.a.	3.1	n.a.	n.a.	n.a.	3.9	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.
锦州港	600190.CH	CNY	6.83	1,210	117.8	34.2	31.0	n.a.	5.2	n.a.	n.a.	n.a.	4.5	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	14.8	15.7	13.1	11.2	95%	1.2
连云港	601008.CH	CNY	6.45	507	31.0	22.4	18.5	19.5	2.2	n.a.	n.a.	n.a.	8.8	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	17.5	18.4	11.2	9.7	29%	1.1
平均值					47.8	26.4	22.9	20.7	3.1	2.2	2.8	2.1	8.8	10.8	10.6	10.8	0.8	1.0	1.3	1.3	13.2	10.7	8.4	7.5	45%	1.1
中值					35.6	26.2	21.4	19.5	3.2	2.4	2.5	2.1	8.1	10.9	10.4	10.4	0.6	1.0	1.3	1.3	16.1	12.9	11.0	9.6	29%	1.2
国内港口公司平均值																										
					40.2	23.9	22.9	21.5	3.2	2.6	2.8	2.5	11.7	14.2	11.9	11.8	1.5	2.2	1.7	1.8	12.8	11.4	9.4	8.6	7%	7.9
国内港口公司中值					32.6	24.2	21.1	20.2	3.2	2.6	2.7	2.2	10.9	12.5	11.7	11.8	0.8	2.0	1.5	1.5	14.8	13.0	11.2	10.0	5%	5.4

注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

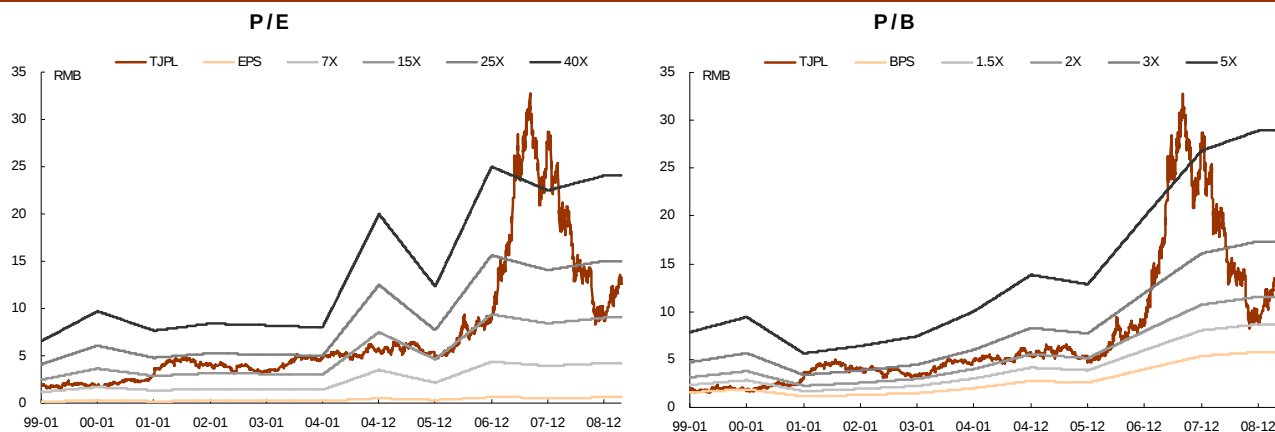
图表 13: A 股交通基础设施上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价 (RMB)	市值 (US\$ m)	市盈率 (X)					市净率 (X)					净资产收益率 (%)					现金分红收益率 (%)					EV/EBITDA (X)			CAGR	PEG
				2009-4-21	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E				
A股港口上市公司																												
上港	600018.CH	5.64	17,324	32.6	25.5	27.9	27.0	4.2	3.8	3.6	3.3	13.8	13.9	14.6	15.2	1.3	2.0	1.4	1.3	17.6	14.2	13.1	11.4	8%	4.0			
天津港*	600717.CH	12.87	3,154	20.6	22.9	21.4	19.9	3.2	2.4	2.2	2.1	15.7	10.5	10.4	10.4	0.0	1.4	1.5	1.5	10.8	12.9	10.7	10.5	-2%	n.m.			
盐田港*	000088.CH	7.22	1,315	13.9	15.7	20.4	20.5	2.5	2.3	2.1	2.0	19.0	15.3	10.7	9.8	3.3	3.3	2.4	2.4	9.5	17.1	12.9	12.6	-17%	n.n.			
深赤湾*	000022.CH	13.06	1,087	12.7	13.1	20.8	20.7	3.3	3.1	3.0	2.8	25.7	23.3	14.2	13.4	5.2	3.8	2.4	2.4	7.3	7.8	10.4	10.0	-22%	n.m.			
南京港	002040.CH	6.63	239	78.9	n.a.	n.a.	n.a.	3.1	n.a.	n.a.	n.a.	3.9	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	39.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.			
日照港	600017.CH	6.63	1,222	47.4	26.2	18.9	16.1	3.3	2.7	2.5	2.2	7.5	10.9	12.8	13.3	0.8	0.6	1.0	1.2	25.5	15.3	11.3	9.6	58%	0.8			
营口港	600317.CH	9.05	727	15.9	15.9	15.7	15.1	1.6	1.4	3.6	n.a.	11.9	11.1	8.6	8.8	3.3	n.a.	n.a.	n.a.	19.0	10.5	9.5	8.8	1%	25.9			
A股港口平均				31.7	19.9	20.9	19.9	3.0	2.6	2.8	2.5	13.9	14.2	11.9	11.8	2.1	2.2	1.7	1.8	18.5	13.0	11.3	10.5	23%	1.4			
A股机场上市公司																												
上海机场*	600009.CH	14.75	4,159	16.8	33.1	27.6	20.7	2.4	2.3	2.1	2.0	14.6	7.0	7.8	9.4	1.0	0.3	0.4	0.5	14.8	15.7	13.1	11.2	-22%	n.m.			
深圳机场*	000089.CH	6.77	1,674	24.0	41.6	19.7	18.3	3.2	2.3	2.2	2.1	13.5	5.6	11.3	11.5	2.5	1.4	3.0	3.3	17.5	18.4	11.2	9.7	10%	2.3			
白云机场*	600004.CH	9.46	1,592	30.1	22.4	18.5	16.7	2.0	1.9	1.7	1.6	6.5	8.3	9.4	9.7	1.0	1.8	1.6	1.8	11.2	9.8	9.3	7.9	28%	1.1			
厦门空港*	600897.CH	15.99	697	28.8	24.3	19.7	17.7	4.1	4.3	3.9	3.5	14.2	17.6	19.6	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0	17.8	14.7	11.5	10.5	21%	1.4			
A股机场平均				24.9	30.4	21.4	18.4	2.9	2.7	2.5	2.3	12.2	9.6	12.0	12.7	1.1	0.9	1.3	1.4	15.3	14.6	11.3	9.8	8%	3.1			
A股高速公路上市公司																												
宁沪高速*	600377.CH	6.06	4,244	19.1	19.6	19.9	19.6	1.9	1.9	1.9	1.9	10.2	9.8	9.5	9.5	4.5	4.5	4.3	4.3	10.1	10.6	10.6	10.2	-2%	n.m.			
皖通高速*	600012.CH	5.24	1,118	16.4	12.6	15.3	17.1	1.9	1.7	1.7	1.6	11.4	13.8	10.8	9.2	3.8	4.4	3.5	3.1	6.0	6.8	7.6	7.1	4%	4.5			
深高速*	600548.CH	5.57	1,454	20.0	24.1	23.9	23.8	1.8	1.7	1.7	1.6	8.9	7.2	7.0	6.8	2.9	2.2	2.1	2.1	15.8	18.1	17.2	15.1	-8%	n.m.			
福建高速	600033.CH	6.27	1,358	14.8	12.0	11.8	16.0	2.6	2.3	2.1	2.0	18.0	16.7	16.5	11.3	4.0	4.2	3.3	2.2	9.9	8.0	8.1	10.0	12%	1.2			
赣粤高速	600269.CH	10.75	1,837	11.4	11.6	10.6	10.3	2.0	1.6	1.4	1.2	18.8	13.6	13.4	13.7	2.1	2.2	2.4	2.6	8.0	7.9	7.2	6.6	4%	2.8			
粤高速*	000429.CH	4.91	793	12.5	15.5	18.1	19.1	1.9	1.8	1.6	1.5	14.8	11.6	8.9	8.0	3.5	2.0	1.7	1.7	7.7	11.4	12.4	13.5	-17%	n.m.			
A股高速公路平均				15.7	15.9	16.6	17.6	2.0	1.8	1.7	1.6	13.7	12.1	11.0	9.7	3.5	3.2	2.9	2.7	9.6	10.5	10.5	10.4	-3%	n.m.			
A股铁路上市公司																												
铁龙物流*	600125.CH	7.46	1,096	22.2	25.4	25.4	22.0	2.9	3.1	2.8	2.5	13.0	12.0	11.0	11.5	0.0	0.8	0.8	0.8	11.7	11.7	8.5	6.7	-6%	n.m.			
广深铁路*	601333.CH	4.75	4,566	23.5	23.0	22.2	23.6	1.5	1.5	1.4	1.4	6.6	6.5	6.4	5.8	1.7	1.7	1.8	1.7	11.6	11.5	10.3	10.1	3%	8.2			
大秦铁路*	601006.CH	9.72	18,458	20.6	18.7	19.4	15.2	3.4	3.1	2.9	2.7	16.3	16.8	15.1	18.0	3.1	3.2	3.1	3.9	11.2	10.6	10.0	7.9	3%	6.8			
A股铁路平均				22.1	22.4	22.3	20.3	2.6	2.6	2.4	2.2	12.0	11.8	10.9	11.8	1.6	1.9	1.9	2.1	11.5	11.3	9.6	8.2	-1%	n.m.			
A股基础设施上市公司平均值																												
				21.2	21.2	19.9	18.9	2.6	2.4	2.3	2.1	13.7	12.2	11.5	11.3	2.3	2.2	2.0	2.0	12.8	12.3	10.8	10.0	3%	6.2			
				20.0	22.4	19.7	19.1	2.5	2.3	2.1	2.0	13.8	11.6	10.8	10.4	2.5	2.0	1.9	1.9	11.2	11.5	10.6	10.0	1%	21.9			

注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 14: 历史 P/E and P/B bands



资料来源：中金公司研究部，彭博资讯

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。